

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Compte courant

La balance courante du premier semestre 2010 s'est soldée par un excédent de 1,8 milliard d'euros, contre 1 milliard d'euros au premier semestre 2009. Cette importante amélioration (+67%) du surplus courant provient largement d'une embellie des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, accompagnée d'une forte contraction du déficit des transferts courants. Quant aux déficits structurels des marchandises et des revenus, ils s'accroissent sensiblement.

L'aggravation (+54%) du déficit des marchandises résulte en grande partie d'un retournement dans le solde des opérations sur or non-monnaire, qui est passé d'un excédent de 550 millions d'euros au premier semestre de 2009 à un déficit de 10 millions au premier semestre 2010. A cela s'ajoutent la détérioration des termes de l'échange et l'acquisition d'un satellite, qui se sont traduites par une nouvelle hausse (+12%) du déficit des marchandises du commerce général.

L'excédent dégagé par la balance des services s'est accru de 30%, en atteignant 11 milliards d'euros au premier semestre 2010. Cette évolution positive provient en grande partie d'une hausse de 37% dans les exportations nettes de services financiers. Les exportations nettes des autres services se sont également bien portées, leur surplus ayant globalement progressé de 16%. Parmi ces derniers, ce sont les services d'assurance, de transport de marchandises et de voyages qui se sont redressés significativement.

Le déficit de la balance des revenus s'est accru de 27% à 6,8 milliards d'euros au premier semestre 2010. Le déficit structurel de la rémunération des salariés n'a augmenté que très légèrement (+0,9% à 3 milliards d'euros), suite à une stagnation de l'emploi frontalier. En revanche, l'accroissement des dividendes et intérêts versés aux non-résidents s'est traduit par une importante progression (+63%) du déficit du revenu des investissements.

Enfin, le solde négatif dégagé par la balance des transferts courants a chuté de 40%, en grande partie suite à une baisse des transferts nets effectués par la BCL à l'Eurosystème au titre de la réallocation du revenu monétaire.

Encadré 1.3 :

REVENUS DES INVESTISSEMENTS ET SERVICES FINANCIERS

NOUVELLE MÉTHODOLOGIE À PARTIR DE 2009

L'année 2009 est marquée par des changements significatifs relatifs à la méthodologie des revenus des investissements¹, qui rendent difficile la comparaison avec les années précédentes. La rupture de série se lit en particulier dans l'évolution du solde des investissements de portefeuille et des autres investissements. Cependant, la forte hausse du solde des autres investissements est partiellement compensée par la baisse du solde des investissements de portefeuille. En effet, à partir de 2009, on prend en compte dans les statistiques extérieures les obligations émises au Luxembourg par les « autres secteurs » de l'économie (hors gouvernement et institutions financières monétaires). Ces émissions obligataires sont porteuses d'intérêts (débits - investissements de portefeuille) attribués à des investisseurs généralement non-résidents. Le produit de ces émissions est investi essentiellement à l'étranger sous forme de prêts intragroupes ou dépôts bancaires, qui à leur tour génèrent des intérêts (crédits - autres investissements).

1 Voir Bulletin de la BCL 2009/3, pages 126 et 127.

Tableau 1 :
Solde du revenu des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg
(en milliards d'euros)

	Revenu des inv.	Dont inv. directs	Dont inv. de portefeuille	Dont autres inv.
2004	0,4	-4,5	2,8	2,1
2005	-1,1	-4,0	2,4	0,6
2006	-4,0	-4,3	2,8	-2,5
2007	-5,7	-6,7	2,9	-1,9
2008	-5,5	-6,8	1,8	-0,4
2009 (p)	-4,9	-8,4	-7,3	10,8
2009 S1 (p)	-2,2	-3,5	-4,2	5,4
2009 S2 (p)	-2,7	-5,0	-3,1	5,4
2010 S1 (p)	-3,6	-4,7	-4,5	5,6

Sources : BCL, Statec

Revenus des investissements directs

Présentons plus en détail les revenus des investissements relatifs à l'année 2009, en commençant par les revenus d'investissements directs. Les «Special Purpose Entities» (SPEs) génèrent des flux (crédits et débits) particulièrement élevés mais un solde créditeur relativement modeste. Les banques étrangères rapatrient leurs bénéfices à la maison mère (débits) pour un montant supérieur à celui des revenus perçus sur l'étranger (crédits). De même, les promoteurs étrangers investissent dans les OPC résidents via la création de sociétés de gestion au Luxembourg (opérations d'investissements directs). Par la suite, une partie des frais de gestion relatifs aux exportations de services financiers est rétrocédée aux investisseurs non-résidents sous la forme de bénéfices d'investissements directs (débits).

Revenus des investissements de portefeuille et des autres investissements

On distingue au sein des institutions financières monétaires les banques et les OPC monétaires. La contribution des banques aux revenus des investissements est simple. A l'actif, les banques achètent des titres de créance et octroient des prêts. Les uns comme les autres sont porteurs d'intérêts (crédits), dans les rubriques des investissements de portefeuille et des autres investissements, respectivement. Au passif, les banques émettent des titres de créance et contractent des emprunts, ce qui génère également des intérêts (débits).

Tableau 2 :
Revenus des investissements par instrument et contrepartie en 2009
(en milliards d'euros)

	Net	Crédit	Débit
Inv. directs	-8,4	33,5	42,0
dont SPEs	2,7	29,7	27,0
dont banques	-4,9	1,8	6,7
dont autres secteurs	-6,2	2,1	8,3
Inv. de portefeuille	-7,3	51,8	59,0
dont IFM	5,1	12,7	7,5
Actions	-5,5	0,2	5,7
Titres de créance Long Terme	5,6	7,2	1,6
Titres de créance Court Terme	5,0	5,2	0,2
dont non IFM	-12,4	38,9	51,5
Actions	-22,9	16,1	39,0
Titres de créance Long Terme	9,3	21,4	12,1
Titres de créance Court Terme	1,2	1,6	0,4
Autres inv.	10,8	21,1	10,3
dont IFM	2,0	7,4	5,4
dont non IFM	8,5	13,4	4,9

Sources : BCL, Statec

Les revenus des OPC monétaires sont en revanche essentiellement estimés à partir de leurs actifs, constitués en majorité de titres de créance à court terme et de dépôts bancaires. Ces revenus sont par la suite distribués aux actionnaires des fonds (débits – actions).

Le principe est le même pour les OPC non monétaires (non IFM), mais ces derniers perçoivent également des dividendes sur leurs avoirs en actions. Une autre différence notable est que les OPC non monétaires investissent surtout dans des titres de créance à long terme. Encore une fois, les revenus perçus sur l'actif (intérêts sur titres de créance et dépôts bancaires, dividendes) sont attribués aux actionnaires des fonds.

Enfin, comme on l'a vu plus haut, les émissions luxembourgeoises, en particulier des sociétés de titrisation, génèrent des flux à peu près symétriques à l'actif et au passif avec des débits d'investissements de portefeuille d'une part et des crédits d'autres investissements d'autre part.

Légère amélioration du solde relatif au secteur financier à partir de 2009

Le solde débiteur global des revenus des investissements est toutefois plus que compensé par le solde créditeur des services financiers. En particulier, les détenteurs non-résidents de fonds d'investissement luxembourgeois acquittent des frais de gestion, qui leur sont imputés au niveau des exportations de services financiers. Le solde des services financiers dû aux OPC connaît un infléchissement à partir de 2008, sous l'effet de la crise économique et financière. Cependant, il se redresse en 2009 et au premier semestre de 2010.

Tableau 3 :
Solde des services financiers dans la balance des paiements du Luxembourg
(en milliards d'euros)

	Services financiers	Dont banques	Dont OPC
2004	7,5	1,1	6,4
2005	9,5	1,3	8,2
2006	12,6	1,5	11,1
2007	15,5	1,8	13,7
2008	14,6	1,6	13,0
2009 (p)	12,4	1,4	11,0
2009 S1 (p)	5,7	0,7	5,1
2009 S2 (p)	6,7	0,8	5,9
2010 S1 (p)	7,9	0,8	7,1

Sources : BCL, Statec

Finalement, l'ensemble formé par les revenus des investissements et les services financiers dégage à partir de 2009 un solde positif en progression, sans toutefois renouer avec les niveaux d'avant-crise.

Tableau 4 :
Solde de l'ensemble « revenus des investissements et services financiers »
(en milliards d'euros)

	Rev. des inv. et services fin.
2004	7,9
2005	8,4
2006	8,6
2007	9,8
2008	9,1
2009 (p)	7,5
2009 S1 (p)	3,5
2009 S2 (p)	4,0
2010 S1 (p)	4,2

Sources : BCL, Statec